

Attention aux désillusions

Martin Wolf, *Le Monde* 28 avril 2009

Certains indicateurs semblent donner le signal d'un prochain rebond. Mais les raisons structurelles de la crise sont toujours là

Le printemps est là et les décideurs politiques voient éclore des bourgeons. Le président des Etats-Unis, Barack Obama, fait état de "*lueurs d'espoir*". Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), a déclaré au début du mois que "*depuis peu, nous relevons des signes timides indiquant que le déclin brutal de l'activité économique pourrait être en train de ralentir, comme le montrent par exemple les chiffres des ventes intérieures, de la construction de logements et des dépenses en biens de consommation, dont les ventes de véhicules neufs*".

Le pire est-il derrière nous ? En un mot, la réponse est non. Certes, le rythme du déclin économique ralentit, mais il est trop tôt pour miser sur un redressement, sans même parler d'un retour à une croissance forte. Plus distante encore demeure l'élimination de la surcapacité. Mais l'objectif le plus éloigné reste la fin du mouvement désordonné de désendettement. L'autosatisfaction serait dangereuse. Nous n'en sommes encore qu'au début.

Aux Etats-Unis, le rythme du déclin de la production manufacturière peut se comparer à celui de la Grande Dépression. La production des usines japonaises a connu une chute pratiquement équivalente à celle observée aux Etats-Unis durant les années 1930. Et la désintégration du système financier est probablement pire qu'elle ne fut à l'époque.

Si le monde vit une Grande Récession et échappe à une Grande Dépression, ce sera dû à l'ampleur de l'intervention des gouvernements. Trois des plus grandes banques centrales du monde - la Fed, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre - ont des taux officiels proches de zéro et ont adopté des politiques non conventionnelles.

Le déficit budgétaire réel de la zone OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) devrait atteindre 8,7 % du produit intérieur brut (PIB) l'année prochaine, pour un déficit structurel de 5,2 %. Aux Etats-Unis, les chiffres correspondants devraient être respectivement de 11,9 % et 8,2 %. Les gouvernements des pays riches ont également mis leurs très bonnes évaluations de crédit à la disposition de leurs systèmes financiers au comportement douteux, procédant ainsi à la plus importante socialisation - *prise en charge par l'Etat* - du risque de marchés qu'ait jamais connue le monde.

Il était impossible qu'un tel activisme ne donne pas de résultats. Nous assistons de fait à une normalisation partielle des marchés financiers, avec une réduction marquée des écarts de taux d'intérêt entre actifs risqués et moins risqués. L'indice FTSE All-World a bondi de 24 % et le S&P 500 de 23 % depuis le 9 mars. Les chances d'une nette amélioration dans le secteur manufacturier sont grandes : les fortes baisses de la demande entraînent des augmentations de stocks et des chutes de production. Or ces dernières prendront forcément fin, et la croissance de la Chine est également en train de repartir.

Mais cette récession mondiale est différente de toutes celles que l'on a connues depuis la seconde guerre mondiale. Sa principale caractéristique est l'incertitude.

Considérons les périls évidents : vu les énormes excès de capacités, le risque de déflation subsiste, avec des résultats potentiellement désastreux pour les emprunteurs surendettés ; vu la hausse du

chômage et les énormes pertes de richesses, les ménages endettés des pays à faible épargne pourraient porter leur taux d'épargne à des niveaux exceptionnels ; vu l'effondrement de la demande et des profits, les coupes dans les investissements pourraient s'avérer exceptionnellement durables et sévères ; vu le caractère massif et persistant des déficits budgétaires et la hausse vertigineuse de la dette, l'aversion au risque pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt sur l'emprunt public ; et vu le refus de prêter aux emprunteurs les plus fragiles, un certain nombre d'économies émergentes pourraient être entraînées dans une spirale descendante marquée par un tarissement de l'afflux de capitaux, une chute de la production et une réduction de la qualité des actifs.

Bref, comme le soulignent Stephen King et Stuart Green de HSBC dans un rapport récent, la dynamique exceptionnelle de cette crise doit inciter à un optimisme prudent quant à l'échéance et à la rapidité du redressement. Le plus inquiétant, de surcroît, est l'ampleur des mesures nécessaires pour enrayer cette spirale descendante. Ce qui soulève la grande question : comment et quand le monde pourra-t-il espérer en revenir à la normale, avec des positions budgétaires durables, des taux d'intérêt directs à court terme fortement positifs et des systèmes financiers solvables ? L'exemple du Japon, qui n'y est pas parvenu en vingt ans, n'a rien de rassurant.

Mais ce qui me paraît le plus préoccupant, c'est cette réticence à reconnaître la nature du défi.

Dans ses recommandations, même l'OCDE semble croire qu'il s'agit d'une crise essentiellement financière que nous devrions surmonter relativement vite. Or même ce dernier espoir paraît toujours plus compromis : dans son dernier " Rapport sur la stabilité financière mondiale ", le Fonds monétaire international (FMI) estime désormais le montant des pertes globales du secteur financier à 4 100 milliards de dollars (3 200 milliards d'euros). Sa prochaine estimation sera probablement encore plus élevée.

La crise financière est avant tout le symptôme d'un désordre dans les bilans. Ce désordre découle lui-même en partie des déséquilibres structurels des comptes courants. C'est pourquoi ni une relance macroéconomique à court terme, ni une restructuration des bilans des établissements financiers ne seront en mesure de générer une croissance mondiale saine et durable.

Regardons l'exemple éclatant des Etats-Unis, dont la demande finale a longtemps conditionné tant de choses. La dette totale du secteur privé est passée de 112 % du PIB en 1976 à 295 % du PIB à la fin de 2008. La dette du seul secteur financier a bondi de 16 % à 121 % du PIB sur la même période. Quelle réduction de ces effets de levier a-t-on constaté au cours de l'année de crise 2008 ? Aucune. Au contraire, l'endettement a encore augmenté.

Le danger est qu'une amélioration de la situation, même minime, convainque le monde que les choses vont redevenir comme avant. Tel ne sera pas le cas. La dure vérité est que le secteur financier est encore loin d'être assaini, que le désendettement des secteurs privés des pays fortement endettés n'a pas commencé, que le rééquilibrage indispensable de la demande mondiale est à peine amorcé, et que pour toutes ces raisons, un retour à une croissance durable emmenée par le secteur privé reste un espoir encore très lointain.

L'économie mondiale ne peut en revenir à la situation où elle se trouvait avant la crise, parce que les événements ont montré que c'était une situation intenable. Le monde en est aux premières phases d'un désendettement et d'une restructuration qui promettent d'être longs et douloureux. Heureusement, les responsables politiques ont su écarter les pires conséquences possibles. Mais il reste encore beaucoup à faire avant que les jeunes bourgeons fragiles deviennent des plantes vigoureuses.